한국호텔관광학회 **호텔관광연구** 2021 제23권 제1호 (통권86호) pp. 89-102 https://doi.org/10.31667/jhts.2021.2.86.89

www.akht.or.kr

Journal of Hospitality & Tourism Studies

The Academy of Korea Hospitality & Tourism

숙박업체의 현금보유와 경영성과

Cash holdings and business performance of Korean lodging firms

최영목*

Choi, Young-Mok

* 청주대학교 경영학부 부교수, ymchoi@cju.ac.kr, 관심분야: 기업재무, 경영전략, 호텔재무

요약

본 연구는 국내 비상장 숙박업체를 분석대상으로 하여 현금보유수준과 경영성과의 관계를 분석한다. 현금보유의 투자수익률은 0에 가깝다. 이러한 점을 고려하여 본 연구는 숙박업체의 현금보유수준과 경영성과 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것이라는 가설을 설정하였다. 반면 숙박업체가 상충이론에 따라 예비적 동기와 거래적동기로 현금을 보유할 경우 위험상황에 적절히 대처하고 상거래에 따른 지급 및 결제에 신속 대응함으로써 수익성을 제고할 수 있다. 따라서 상충이론을 바탕으로 할 때 현금보유에 따른 비용보다 이익이 더 크다면 본 연구는 현금보유수준과 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것이라는 가설을 설정하였다. 또한 자본조달순위이론을 바탕으로 할 때 수익성이 높은 기업이 투자에 필요한 자금을 지출하고 남는 현금의 크기가 크기 때문에 우리는 현금보유수준과 경영성과 사이에 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 예상하였다. 최소자승법으로 회귀모형을 추정한 결과는 현금자산이 많을수록 경영성과가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상충이론이나 자본구조순위이론의 설명력이 높음을 의미한다. 또한 내생성 문제를 해결하여 일치추정량 및 불편추정량을 얻을 수 있는 추정방법으로서 고정효과와 연립일반화적률법을 이용한 결과에서도 현금보유수준과 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 따라서 숙박업체는 경영성과를 제고하기 위하여 현금보유전략을 보다 체계적으로 수립하고 집행할 필요가 있을 것이다.

핵심용어

현금보유,
숙박업,
경영성과,
상충이론

ABSTRACT

This study analyzes the relationship between cash holding level and business performance with unlisted Korean lodging firms. The profitability of cash holding is close to zero. Taking this into account, the study established a hypothesis that there would be a negative correlation between the level of cash holdings and the performance of lodging firms. On the other hand, by holding cash in preliminary and transactional motives, companies can respond appropriately to risk situations and process payments and settlements quickly in commerce, thereby enhancing profitability. Consequently, on the basis of the trade-off theory, it is expected that there will be a positive relationship between the level of cash holdings and performance because the benefits outweigh the costs of holding cash. As a result of estimating the regression model using traditional ordinary least squares, the more cash assets, the higher the performance. These results imply that the trade-off and pecking order theory have high explanatory power. In addition, even when the fixed effects and system generalized method of moments estimation methods are used, there is a positive correlation between the level of cash holding and performance. Therefore, lodging companies will need to systematically establish and implement cash management strategies in order to improve performance.

KEYWORDS

cash holding,
lodging firm,
business performance,
trade-off theory

ACCEPTANCE INFO.

2021.01.27. 원고 접수
2021.02.12. 1차 수정본 접수
2021.02.24. 2차 수정본 접수
2021.02.26. 최종 수정본 접수
2021.02.26. 최종 게재 확정
3인 익명심사필

ACKNOWLEDGEMENTS

이 논문은 2019학년도 청주대학교가 지원하는 해외파견으로 연구되었음.

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

I. 서 론

기업은 다양한 이유로 현금자산을 보유하고 있다. Bigelli & Sanchez-Vidal(2012)는 비상장기업을 대상으로 실증분석을 통해 기업규모, 위험수준, 낮은 유효세율 등과 현금보유(cash holding)수준의 관련성을 제시한 바 있다. 국내 연구로서 김수정 · 유희경(2011)은 호텔의 경영형태에 따라 현금보유수준의 결정요인이 달라질 수 있음을 보였다. 숙박업(lodging firm)과 음식점업을 대상으로 한 최영목(2019)은 배당, 순운전자본, 영업현금흐름, 유형자산비율, 자산규모 등과 현금보유수준 사이에 통계적으로 유의한 관련성을 발견하였다. 그렇다면 기업이 현금보유수준을 확대할수록 경영성과(business performance)가 개선될까? 이러한 질문은 기업가치 측면에서 매우 중요한 의미가 있다. 경영자의 모든 의사결정은 기업가치 극대화라는 목표에 부합되어야 한다. 즉, 경영자는 현금보유수준이 높아짐에 따라 수익성이 개선되어 궁극적으로는 기업가치 확대에 도움이 될 것이라는 확신이 있을 때 현금보유수준을 확대하는 것이 타당하다. 따라서 기업의 현금보유수준의 확대가 미래 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 보다 심층적인 논의와 실증분석을 필요로 한다. 본 연구의 목적은 국내 비상장 숙박업체를 대상으로 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 실증분석을 통해 규명하는 것이다.

기업은 장기자본으로 조달한 자금을 비유동자산에 대한 투자를 통해 수익을 창출하는 것이 기본이므로 유동자산에 해당하는 현금자산을 많이 보유할수록 수익성이 하락할 수 있다. 기업이 조달비용이 저렴한 단기자본 뿐만 아니라 상대적으로 조달비용이 높은 장기자본까지 투자수익률이 0 혹은 0에 가까운 현금성자산의 형태로 보유하게 되면 조달비용이 투자수익률보다 높으므로 수익성이 저하될 수 있다. 또한 기업이 현금자산을 지나치게 많이 보유할 경우에는 기회비용이 커지므로 기업의 부가가치 창출에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 그러나 기업은 현금보유를 통해 유동성위험에 크게 노출되는 것을 막을 수 있다. 특히 현금보유를 통하여 유동성위험에 대비하는 것은, 일시적 수익성 하락을 감내하는 측면도 있지만, 장기적으로 볼 때는 오히려 수익성 제고에 긍정적인 효과도 기대할 수 있다. 과거 사드미사일사태가 발생했을 때 중국 관광객의 급감으로 인해 국내 숙박업체의 매출은 크게 하락하였고 이에 따라 수익성이 저조한 기업은 재무제약에 빠지기도 하였다. 또한 최근의 코로나-19사태에 따라 관광산업이 크게 위축되면서 숙박업체들이 다시 어려움을 겪고 있다. 이러한 점을 고려할 때 숙박업체들이 예상치 못한 어려움을 극복하기 위해서 사전적으로 현금보유수준을 높이는 것이 장기적인 생존과 성장을 위해 바람직할 수 있다. 이는 재무제약에 빠지지 않은 숙박업체가 위험 상황에서 보다 다양한 대응책을 마련하여 수익성 제고를 모색할 수 있기 때문이다.

본 연구자가 조사한 바에 따르면 지금까지 현금보유수준의 결정요인에 대한 연구는 활발하게 진행되어 왔지만 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 분석한 연구는 매우 제한적으로 이루어지고 있다. 이는 학문적 논의와 실증결과의 축적이 필요한 부분이라는 의미이다. 더욱이 현금보유와 경영성과 사이의 관계를 분석한 기존 연구들 대부분이 상장기업을 대상으로 하고 있다(김병모, 2008; 이정엽, 2016). 상장기업의 경우 일정 규모 이상의 기업으로서 비상장 중소기업에 비해 현금부족으로 인하여 자금조달이 필요할 때 외부 금융시장의 접근이 수월하고 낮은 금리를 적용받을 수 있다. 이러한 점을 고려할 때 상장기업과 비상장기업의 현금보유 동기는 차이가 존재할 수 있다(최영목, 2019). 따라서 상장기업을 대상으로 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 분석한 결과를 그대로 비상장기업에 적용하는 것은 무리가 따른다. 구원일(2020)은 5성급 호텔기업을 대상으로 현금보유와 경영성과 사이의 관계를 분석하였다. 이 연구는 숙박업체를 대상으로 현금보유와 경영성과의 관계를 분석한 연구로서 가치가 있다. 다만, 국내 숙박업체의 대다수는 비상장 중소업체에 속하기 때문에 이들 업체를 분석대상으로 확대한 실증분석이 추가될 필요가 있다. 동일 시점이라도 국내 중소형 숙박업체가 체감하는 경영환경은 대형 호텔기업과 다르며 이에 따라 재무전략도 다르고 경영성과도 다를 수밖에 없기 때문이다.

그러한 맥락에서 본 연구는 학문적으로 관련 연구를 보다 풍부하게 만드는 데 기여한다. 현금보유가 경영성과에 미치는 영향에 대한 논의는 부족한 실정이며 실증적 증거도 부족한 상황이다. 특히, 관련 실증연구들이 패널데이터를 사용함에도 불구하고 회귀모형을 전통적 최소자승법(ordinary least squares: OLS)으로 모수를 추정하는데, 만약 내생성(endogeneity) 문제로 인하여 회귀모형의 설명변수와 오차항 사이에 공분산이 존재하지 않는다는 OLS의 기본가정이 깨지면 추정된 모수의 부호마저 달라지는 경우도 발생할 수 있다. 이러한 점을 고려하여 본 연구는 추가적으로 패널회귀모형을 추정함에 있어 고정효과(fixed effects)와 연립일반화적률법(system generalized method of moments: 연립GMM)을 사용한다. 이러한 모수 추정방법은 내생성 문제를 크게 개선함으로써 불편추정량과 일치추정량을 얻을 수 있다는 장점이 있다. 즉, 보다 신뢰성 높은 분석결과의 도출이 가능하다는

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

것이다.

기존의 많은 재무관리분야의 연구는 주로 상장 제조업체를 대상으로 분석한 결과에 대해서 논의하였다. 반면 본 연구는 비상장 숙박업체에 한정하여 기업재무이론을 적용하고 증거를 바탕으로 시사점을 도출하기 때문에 실무적으로 숙박업 경영자들에게 보다 직접적인 경영정보로서 활용될 것이다. 또한 어떠한 이유로 기업이 현금자산을 보유하는가에 대한 논의도 중요하지만 기업이 현금자산을 충분히 보유했을 때 실제로 경영성과에 효과가 발생했는가를 파악하는 것이 기업 경영에 있어 보다 중요할 수 있다. 왜냐하면 경영자는 기업가치 극대화라는 목표에 부합되는 의사결정을 내리는 데 직접적으로 활용될 수 있는 분석정보가 필요하기 때문이다.

이후의 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 이후 제Ⅱ장에서는 관련 이론 및 실증연구를 고찰하고 이를 바탕으로 하여 연구가설을 설정함으로써 본 연구의 가설이 현금보유 결정 이론들과 학문적 연결성 속에서 논의되고 있음을 밝힌다. 그리고 제Ⅲ장에서는 실증분석에 사용되는 데이터와 회귀모형을 설정한다. 특히 회귀분석 결과의 신뢰성을 높이기 위해 전통적 OLS뿐만 아니라 고정효과모형(fixed effects model)과 동태적패널모형(dynamic panel model)을 연립일반화적률법으로 추정하는 방법에 대해서도 설명한다. 이어지는 제Ⅳ장에서는 실증분석을 통해 추정된 결과를 제시하고 학문적 및 실무적 의의를 논한다. 마지막으로 제Ⅴ장의 결론에서는 분석결과의 요약과 함께 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 관련연구 및 연구가설

1. 관련 실증연구

지금까지 기업의 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 분석한 국내외 실증연구는 많지 않으며 대부분 상장기업 혹은 제조업을 대상으로 하고 있다. 우선 국내 연구로서 김병모(2008)는 56개 상장기업을 대상으로 지속적으로 많은 현금을 보유하고 있는 기업들의 영업성과를 평가하였다. 특히 그는 동종 산업내의 유사한 자산규모를 가진 기업들과 일시적으로 많은 현금을 보유한 기업들로 구성된 표본과의 비교를 하였다. 그 결과 지속적으로 많은 현금자산을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 우수한 영업성과를 거두고 있음을 확인하였다.

박도현 등(2015)은 중소기업(비상장 외부감사대상기업)을 대상으로 현금보유수준과 총자산이익률(return on asset: ROA)과 자기자본이익률(return on equity: ROE)로 측정한 경영성과의 관계를 분석하였다. 이들은 다양한 회귀모형을 통해 분석한 결과 현금보유수준과 경영성과 사이에 양(+)의 상관관계가 존재함을 확인하였다. 즉, 현금보유수준이 높은 기업일수록 경영성과도 높다는 증거를 발견하였다. 이들은 이러한 결과에 대하여 중소기업의 경우 경영환경이 악화되면 금융제약에 빠질 가능성이 높기 때문에 현금보유를 통한 보험효과로 인하여 수익성 저하를 방어할 수 있던 것으로 해석하였다.

이정엽(2016)은 코스피 및 코스닥 상장기업을 대상으로 적정수준보다 초과하여 현금을 보유하거나 오히려 부족하게 보유할 때 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그는 적정수준의 현금보유를 벗어날수록 미래의 영업성과가 낮아지는 현상을 발견하였다. 구체적으로 그는 현금을 부족하게 보유한 기업의 미래성과가 낮으며 현금을 초과하여 보유한 기업의 경우에는 정보비대칭이 커서 대리인비용문제가 심각한 경우에 한해서 미래 영업성과가 상대적으로 낮은 것을 확인하였다.

숙박업의 경영성과에 관한 연구는 다방면에 걸쳐 진행되어 왔다(김수정, 2007; 김희정 · 천성용, 2011; 서창석 · 백유정, 2003; 이창기 · 김홍범, 1996; 정재덕, 2001; 최규완 등, 2008). 그렇지만 숙박업체의 현금보유와 경영성과에 관한 연구는 찾아보기 힘들다. 구원일(2020)은 국내에서 운영하는 5성급 호텔 49개 업체 중 35개 업체를 대상으로 현금보유비율과 경영성과 사이의 관계를 분석하였다. 그는 실증분석을 통해 현금보유비율과 ROA과 ROE로 측정한 경영성과 사이에 양(+)의 상관관계가 존재함을 보였다. 국내 호텔기업을 대상으로 한 재무분야의 연구가 드문 국내 현실에서 구원일(2020)의 연구는 의미 있는 시도라 할 수 있다.

외국기업을 대상으로 한 연구로서 Rocca et al.(2019)은 EU지역 내 37개 국가의 중소기업들을 대상으로 현금보유수준과 영업성과 사이의 관계를 분석하였다. 이들은 다양한 회귀분석을 통하여 현금보유수준과 ROA 사이에 양(+)의 상관관계가 존재함을 보고하였다. 이러한 결과에 대하여 이들은 중소기업의 특성 상 비상시에 사용할 수 있는 현금을 보유하는 것이 위기상황에서 문제를 극복할 수 있는 긍정적 효과가 있기 때문인 것으로 평가하였다

Alnori(2020)는 사우디아라비아 시장에 상장된 비금융기업을 대상으로 현금보유수준과 재무성과 사이의 관계를 분석하였다.

특히 이들은 상충이론(trade-off theory)을 고려하여 최적현금보유수준이 존재할 수 있다는 점을 고려하여 비선형회귀모형을 추정하였다. 그 결과 현금보유수준과 재무성과 사이에는 역 U자형 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 일정 수준까지는 현금보유수준이 높을수록 재무성과가 높아지다가 적정수준을 벗어난 초과보유 시에는 재무성과가 오히려 낮아지는 현상을 발견하였다.

이상과 같이 살펴본 실증연구들은 일반적인 예상과 다른 결과라고 할 수 있다. 기본적으로 현금성자산은 수익성이 0이거나 0에 가깝기 때문에 기업이 외부로부터 조달한 자금을 비유동자산에 대한 투자를 하지 않고 많은 현금성자산을 보유하면 수익성 저하로 연결될 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 이러한 결과가 나타난 것은 어떤 이유일까? 이하에서는 현금보유수준과 재무성과 사이의 관계에 대한 설명을 위해 다양한 논의를 통해 본 연구의 가설을 도출한다.

2. 현금보유 관련 이론 및 연구가설

기업의 운전자본관리에 있어 핵심 중 하나는 현금보유수준을 결정하는 것이라 할 수 있다. 재무상태표에서 대변 항목은 부채와 자기자본으로서 자금조달내역을 보여주고 있다. 기업은 비유동자산의 구입, 즉 투자를 위해서 장기자본(비유동부채 및 자기자본)을 통해 조달한 자금을 사용한다. 투자수익을 얻어 자금제공자에게 빌려온 돈의 사용료를 지급하기 위해서는 일정 기간의 시간적 여유가 필요하기 때문이다. 그리고 대변 항목 중 유동부채 형태로 조달한 단기자금은 현금과 같은 유동자산 형태로 보유하여 운전자본으로 사용된다. 장기자본과 단기자본의 가장 큰 차이점은 상환기간과 사용료에 있다. 즉, 장기자본은 단기자본에 비해 상환기간이 길고 사용료가 비싸다는 차이가 있다. 만약 기업이 단기자본 뿐만 아니라 장기자본으로 조달한 자금을 현금자산 형태로 보유하게 된다면 조기상환에 따른 유동성위험은 감소하겠지만 조달금리가 높기 때문에 수익성이 낮아질 수 있다. 또한 현금자산의 보유는 투자수익률이 0이거나 0에 가깝다. 또한 Jensen(1986)이 제시한 잉여현금흐름이론(free cash flow theory)은 대리인문제로 인하여 현금보유수준과 경영성과 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 가능성을 암시한다. 잉여현금흐름이론은 기업의 소유와 경영이 분리된 지배구조 하에서 주주의 이해와 상충되는 경영자의 행동에 대한 감시비용이 큰 경우에 재량적 권한을 강화하거나 사적이익을 추구하려는 경영자는 잉여현금흐름과 같은 초과 가용자원을 보유함으로써 자본시장의 감시를 회피할 유인이 있다는 것이다. 다만, 국내 숙박업체의 경우 대부분 비상장기업으로서 소유가 집중되어 대리인문제가 크지 않기 때문에 잉여현금흐름이론으로 국내 숙박업체의 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 설명하는 데에는 무리가 따른다. 이상과 같은 논리를 종합하여 다음과 같은 가설을 연구가설을 설정한다(대립가설 형태).

가설1: 현금자산의 특성을 고려할 때 숙박업체의 현금보유수준과 경영성과 사이에 음의 상관관계가 존재할 것이다.

기업의 수익성 측면에서는 유동부채로 조달한 자금을 유동자산으로 보유하는 것이 바람직하다. 그럼에도 불구하고 기업이 장기자본을 통해 조달한 자금까지 현금자산 형태로 보유하는 이유는 무엇일까? 이에 대해서는 몇몇 이론이 있다. 기업의 현금보유를 설명하는 이론은 전통적 자본구조이론과 관련이 있다. 상충이론은 기업이 부채발행을 통한 자금조달 시 비용과 편익을 고려하여 비용보다 편익이 클 때 부채를 발행한다는 것이다. 이와 연장선 상에서 현금보유와 관련한 상충이론은 기업이 현금자산을 보유하여 발생하는 다양한 비용과 편익을 고려하여 비용보다 편익이 클 때 현금보유수준을 늘린다는 것이다(Opler et al., 1999). 현금자산의 편익은 운전자본으로 활용하거나 유동부채를 상환함으로써 유동성위험에 대한 노출을 방지하는 데 있다. 기업은 예상치 못한 위기발생 시 현금자산이 부족하면 외부로부터 높은 이자율로 자금을 조달하거나 자금조달 자체가 불가능할 수 있다. 이러한 손실비용을 고려하여 기업이 사전에 현금자산을 확보하는 것을 예비적동기(precautionary motive)라고 한다. 또한 기업은 상거래 시 발생하는 지급 및 결제, 혹은 자산의 매입 등과 같은 거래 시 현금자산이 부족할 경우 급하게 비유동자산을 매각하면 실제 가치보다 낮은 가격에 매각할 수밖에 없어 손실이 발생할 수 있다. 이러한 손실비용을 고려하여 기업이 사전에 현금자산을 확보하는 것을 거래적동기(transaction motive)라고 한다. 숙박업체의 경우 비유동자산에 대한 투자지출은 사업 초기에 발생하고 그 이후에는 영업활동과 관련된 현금흐름이 대부분을 차지하므로 투자지출 대신에 현금보유로 인하여 발생하는 기회비용은 매우 적거나 전혀 없을 수 있다. 반면, 예상치 못한 사건이 발생할 때 예비적으로 보유한 현금을 이용하여 위험상황에 대처하거나 상거래 시 발생하는 지급 및 결제에 적절히 대응하기 위하여 보유한 현금을 활용할 때 얻는 이익은 상당히 클 것이다. 결국 본 연구는 상충이론을 바탕으로 하여 다음과 같은 가설을 설정한다(대립가설 형태).

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

가설2: 숙박업체는 현금보유에 따른 비용과 편익을 고려할 때 현금보유수준과 경영성과 사이에 양의 상관관계가 존재할 것이다.

한편, 기업의 자본구조를 설명하는 이론으로서 자본조달순위이론은 투자에 필요한 자금을 비용이 가장 저렴한 내부유보자금을 우선 사용하고 내부유보자금만으로 투자금을 충족하지 못할 때에는 상대적으로 비용이 작은 부채발행을 통해 자금을 조달하며 부채발행으로도 투자금 충족이 안될 경우에 한해서 조달비용이 높은 주식발행을 통해 자금을 조달한다는 것이다. Myers & Majluf(1984)가 제안한 자금조달순위이론은 기업가치평가와 관련된 정보의 양과 질적인 측면에서 내부자에 비해 외부자가 열위에 있기 때문에 기업은 자금조달방법에 따라 비용차이가 발생한다고 가정한다. 자금조달순위이론에 따르면 기업은 상황에 따라 조달비용이 가장 낮은 방법을 선택하므로 최적수준의 자본구조란 존재하지 않는다. 이러한 자본조달순위이론에 따르면 기업이 순이익 중 기존에 유보하여 보유한 현금성자산이 투자에 필요한 자금을 충당하고도 많이 남을수록 현금보유수준이 높을 가능성이 있다. 반대로 보유한 현금성자산이 투자에 필요한 자금조차 충당할만한 수준에 미치지 못하여 추가로 필요한 자금을 부채발행을 통해 조달한다면 현금보유수준이 낮을 가능성이 있다. 기업이 유보자금을 활용하든 아니면 부채발행을 통해 조달한 자금을 활용하든 조달자금의 성격이 매출액에 영향을 미치지 않는다. 그러나 기업이 부채발행을 증가시키면 자산규모가 증가하게 되고 보다 많은 자산을 활용하여 매출을 발생시키고 이익을 창출하는 구조가 된다. 만약 어느 두 기업이 매출액과 마진률이 동일하다고 가정하면 두 기업 중 자산규모가 작은 기업의 수익창출 능력이 보다 우수하다고 볼 수 있다. 결국 자본조달순위이론에 따르면, 다른 여건이 동일하다면, 기업의 현금보유수준이 낮다는 것은 투자자산의 효율성이 낮다는 것을 의미한다. 이러한 자본조달순위이론의 관점이 지지된다면 앞의 가설2와 마찬가지로 현금자산이 많은 기업일수록 수익성이 높을 것으로 기대할 수 있다.

지금까지 논의한 바에 따르면 두 가지 경쟁가설(competing hypothesis)이 성립한다. 현금자산 자체의 투자수익률이 0에 가깝다는 점을 고려하면 기업의 현금보유수준과 경영성과 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다. 반면, 상충이론과 자본조달순위이론을 고려하면 기업의 현금보유수준과 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 수 있다. 따라서 국내 숙박업체의 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계는 실증분석을 통해 규명하고 시사점을 도출할 필요가 있다.

III. 데이터 및 분석모형

1. 데이터

본 연구는 2003년부터 2019년까지 17년 동안 국내 비상장 숙박업에 속한 기업을 대상으로 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 실증분석을 통해 밝힌다. 분석에 필요한 변수산출을 위한 데이터는 NICE신용정보에서 제공하는 KIS-VALUE 데이터베이스에서 추출하였으며, 외감법인 중 한국표준산업분류의 세분류에서 숙박업(I55100)에 해당하는 비상장 기업을 추출하였다. 외감법인이란 주식회사의 경우 직전사업연도 말 재무제표를 기준으로 자산규모 120억원이상, 부채 70억원 이상, 매출액 100억원 이상, 종업원수 100명 이상의 네 가지 요건 중 2개 항목 이상에 해당하는 기업으로서 회계법인으로부터 의무적으로 회계감사를 받아야 하는 기업을 말한다. 이후 다음과 같은 조건을 만족하는 표본을 선택하였다. 첫째, 비교가능성을 위하여 12월 결산법인만을 선택한다. 기업의 결산월은 3월, 6월, 9월, 12월이 존재하지만 대다수의 기업이 12월 결산법인이므로 실증분석 결과의 선택편의에 따른 문제는 발생하지 않을 것이다. 둘째 자본잠식 기업은 정상기업과 특성이 상이하므로 표본에서 제외하였다. 셋째, 감사의견이 적정이 아닌 기업도 표본에서 제외하였다. 넷째, 본 연구의 변수 산출에 필요한 값이 누락된 기업은 표본에서 제외하였다. 이러한 기준을 통하여 최종적으로 균형패널을 구성하였다. 본 연구가 최종적으로 선정한 표본은 숙박업 233개 기업의 2,307개 관측치이다.

2. 분석모형 및 변수

본 연구는 국내 숙박업체의 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계를 분석하기 위하여 다음과 같은 회귀모형을 설정한다.

$$Perf_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 CAPEX_{it} + \beta_4 DivD_{it} + \beta_5 Adv_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 LocationD_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기서 $Perf_{it}$: t년도에 기업i의 경영성과로서 ROA와 ROE

$Cash_{it}$: 현금보유수준=현금및현금성자산/자산총계

$Leverage_{it}$: 부채비율=부채총계/자산총계

$CAPEX_{it}$: 자본적지출비율=자본적지출/자산총계

$DivD_{it}$: 배당더미(배당지급하면 1, 그 외 0)

Adv_{it} : 광고비지출=광고선전비/매출액

$Size_{it}$: 기업규모=자산총계의 로그값

Age_{it} : 연령=존속년수+1의 로그값

$LocationD_{it}$: 지역더미(본사위치가 서울이면 1, 그 외 0)

식에서 ϵ_{it}는 Gauss-Markov 정리를 따르는 일반적인 오차항을 나타낸다. 만약 현금보유수준이 높을수록 현금자산의 특성에 따라 투자수익률이 낮아지고 투자를 포기하여 발생하는 기회비용이 증가한다면 β_1은 0보다 작은 값을 보일 것이다. 반대로 상충이론에 따라 현금보유에 따른 이익이 비용을 초과하고 자본조달순위이론에 따라 수익성이 우수한 기업이 보다 많은 현금을 보유하는 경향이 있다면 β_1은 0보다 큰 값을 보일 것이다.

회귀모형의 종속변수와 설명변수로 선택된 기업특성변수들은 분석결과의 비교가능성을 고려하여 박도현 등(2015), 구원일(2020), Rocca et al.(2019), Alnori(2020) 등의 연구에서 사용한 것을 사용한다. 식(1)에서 종속변수인 $Perf_{it}$는 t년도에 기업i의 경영성과로서 ROA과 ROE을 사용한다. ROA는 자산총계 대비 세후순이익으로서 기업이 보유한 모든 자산을 활용하여 순이익을 얼마나 많이 올렸는가를 나타내는 대표적인 수익성지표이다. ROE는 자본총계 대비 당기순이익으로서 주주들이 투자한 자기자본에 비해서 주주들의 청구권에 해당하는 순이익을 얼마나 올렸는가를 나타내는 수익성지표이다. 따라서 경영자는 ROA 지표에 관심이 많을 것이고, 주주들의 입장에서는 ROE 지표에 관심이 많을 것이다. 본 연구의 핵심변수로서 $Cash_{it}$는 t년도에 기업i의 현금보유수준을 나타내는 변수로서 현금 및 현금성자산을 자산총계로 나누어 산출한다. 즉, 전체 자산 중 현금자산이 차지하는 비중이 높을수록 기업이 보다 많은 현금을 보유한 것으로 측정한다.

우선 식(1)의 Leverage, CAPEX, DivD, Adv, Size, Age, 그리고 LocationD는 선행연구를 통해서 기업의 경영성과에 영향을 미치는 것으로 알려진 것으로서 현금보유수준이 경영성과에 미치는 순효과를 분석하기 위한 통제변수들이다. Leverage(부채비율)는 기업의 자본구조와 금융비용 부담 수준을 나타낸다. 만약 타인자본의 레버리지효과가 현실화된다면 부채비율과 수익성 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것이다. 그러나 부채비율이 높아짐에 따라 과도한 금융비용을 부담하게 된다면 부채비율과 수익성 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다. 특히, 자금조달순위이론에 따르면 부채비율과 경영성과 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 예상된다. 자본조달순위이론에 다르면 수익성이 높은 기업의 경우 투자에 필요한 자금을 우선적으로 유보자금으로 충당하겠지만 수익성이 낮아 내부유보 한 자금이 부족하면 부채로 조달한 자금을 사용하게 된다. 즉, 부채수준이 높은 기업일수록 수익성이 낮게 된다. CAPEX는 설비투자와 같은 투자지출의 대용변수로서 자본적지출에서 감가상각비를 차감한 값을 자산총계로 나누어 산출한 것이다. 여기서 자본적지출은 현금흐름표에서 투자활동에 의한 현금유출에서 투자활동에 의한 현금유입을 차감한 값이다. 일반적으로 숙박업체는 대규모 투자비용이 소요되며 투자비용의 회수에는 상당한 기간이 소요되는 특징이 있다. 따라서 투자지출이 많은 기업일수록 단기성과는 오히려 저조할 가능성이 높아 투자지출과 경영성과 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다. 일반적으로 기업은 수익창출을 통해 확보한 현금을 주주들에게 배당으로 지급한다. 배당지급 기업이 배당 미지급 기업에 비해 수익성이 높은 경향이 있다. 따라서 DivD(배당더미)와 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 다른 기업에 비해 매출액 대비 광고비 비율이 높다는 것은 광고를 통한 매출액 증대효과가 성공적이지 못하다는 것을 의미한다. 반면 매출액 대비 광고비 비율이 낮다는 것은 광고에 투자한 비용보다 매출이 상대적으로 높다는 것을 의미한다. 따라서, 비용이 동일하다면, 매출액 대비 광고비 비율이 높은 기업일수록 수익성은 낮아질 것이다. 결국 Adv(매출액 대비 광고비 비율)과 경영성과 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 예상된다. 일반적으로 기업규모가 클수록 규모의 경제 및 범위의 경제를 통한 비용절감, 시장지배력 강화를 통한 초과이윤 획득의 가능성 상승, 영업지역 및 업무의 다변화를 통한 리스크 감소효과와 새로운 수익원 창출 등의 이점이 있으므로 Size(기업규모)와 경영성과 사이에 양(+)의 상관관계가 존재할 수 있다. 그런데

숙박업체는 막대한 고정비의 지출이 수반되므로 규모가 클수록 영업레버리지도가 크기 때문에 경영환경에 보다 민감하게 수익성이 변동할 수 있다. 만약 경기가 호황에 접어들어 숙박업체의 매출이 증가하면 영업이익은 매출증가율보다 크게 증가할 수 있다. 그러나 경기가 불황에 접어들어 숙박업체의 매출이 감소하면 영업이익은 매출감소율보다 크게 감소할 수 있다. 본 연구의 분석기간 동안 숙박업체의 경영환경에 악영향을 미칠 수 있는 여건이 보다 지배적이라면 규모가 큰 기업일수록 저조한 수익성을 보일 것이다. 일반적으로 기업의 라이프사이클에서 도입기에는 연령이 젊은 신생기업이 위치하고 있으며 연령이 젊은 기업은 지속적으로 투자가 필요하며 아직 높은 수익성을 기대하기 어려운 수준인 경우가 대부분이다. 반면 연령이 많은 성숙기업의 경우 지속적인 성장을 통하여 수익을 창출하고 있는 경우가 많다고 할 수 있다. 따라서 기업의 라이프사이클을 고려할 때 Age(연령)와 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 국내외 관광객이 가장 많이 방문하는 곳이 서울이고 숙박업체의 본사도 서울에 많다. 기본적으로 관광객들은 목적지 근처에 숙소를 선택하므로 입지는 숙박업체의 수익성을 결정하는 중요한 요인 중 하나라고 할 수 있다. 이러한 점을 고려할 때 지역더미변수와 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대한다. 끝으로 본 연구는 연도별로 모든 기업의 경영성과에 공통으로 영향을 미치는 거시경제요인을 통제하기 위하여 연도더미를 포함하여 모형을 추정한다.

한편, 본 연구의 설명변수인 현금보유수준이 경영성과에 영향을 미칠 수 있지만 자금조달순위이론에서 논의한 바와 같이 경영성과가 현금보유수준에 영향을 미칠 수도 있다. 즉, 현금보유수준과 경영성과는 상호 영향을 미치게 되면 연립방정식편의(simultaneous equation bias)가 발생할 수 있다. 또한 현금보유수준에 영향을 주는 관찰되지 않는 개별기업의 특성(예를 들어, 경영자의 능력)이 경영성과에도 영향을 미칠 수도 있다. 즉, 경영성과에 영향을 미치지만 회귀모형의 독립변수에 포함되지 않아 누락변수편의(omitted variable bias)가 발생할 수 있다. 이와 같은 경우에 현금보유수준을 외생변수로 가정하여 식(1)의 모형을 OLS로 추정하면, 설명변수인 현금보유수준과 오차항의 공분산이 0과 다르게 되는 내생성문제(endogeneity problem)로 인하여 모수의 편의(bias)가 발생하고 일치성도 사라진다. 이러한 내생성문제로 인한 편의는 패널고정효과모형(panel fixed-effect model)을 사용하면 어느 정도 경감시킬 수 있다.

$$Perf_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 CAPEX_{it} + \beta_4 DivD_{it} + \beta_5 Adv_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 LocationD_{it} + v_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

식(2)는 앞의 식(1)에서 시간에 따라 변화하지 않으며 관측되지 않는 개별기업의 특성(v_i)을 설명변수에 추가한 것이다. 만약 v_i를 고정된 값으로 가정하면 개별기업더미를 사용하는 고정효과모형이 되고, v_i를 확률변수로 가정하면 확률효과모형(random effect model)이 된다. 패널데이터에서 같은 기업이 해마다 현금보유수준을 달리 했을 때 경영성과가 어떻게 변했는지를 분석하면 관찰되지 않는 개별기업의 경영자능력을 통제할 수 있다. 만약 개별 기업의 경영자능력이 해마다 달라지지 않고 일정한(time-invariant) 특성을 갖는 고정효과로 간주될 수 있다면 경영자능력 변수의 누락에 따른 추정의 편의를 제거할 수 있다. 즉, 고정효과모형을 사용하면 내생성문제를 어느 정도 경감시킬 수 있다.

$$Perf_{it} = \beta_0 + \rho Perf_{it-1} + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 CAPEX_{it} + \beta_4 DivD_{it} + \beta_5 Adv_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 LocationD_{it} + v_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

그런데 식(2)를 추정하는 데 있어서 또 다른 문제점이 존재할 수 있다. 종속변수인 기업의 수익성 변수에는 자기상관성(autocorrelation)이 존재하므로(Glen et al., 2001; Wintoki et al., 2012) 식(2)에 종속변수의 1시차 값($Perf_{it-1}$)을 설명변수로 추가한 동태모형으로 현금보유수준이 경영성과에 미치는 영향을 분석할 필요가 있다. 이와 같이 종속변수의 1계 시차변수를 설명변수에 추가하면 내생성 문제가 발생하게 된다. 즉, 자기상관이 존재하는 시차종속변수모형에서는 설명변수로 포함된 시차종속변수와 오차항 사이의 공분산이 0과 다르게 되어 OLS에 의한 추정량은 불편추정량이 아니며 일치추정량도 되지 못한다. 종속변수의 시차변수가 설명변수로 포함되는 동태적패널모형의 경우 Blundell & Bond(1998)가 제안한 연립GMM을 이용하면 일치추정량을 얻을 수 있으며 독립변수의 내생성문제도 해결할 수 있다. 연립GMM은 적률조건으로부터 생성되는 시차종속변수와 내생변수

의 시차변수들을 도구변수로 사용함으로써 내생성문제를 해결한다.

IV. 실증 분석

1. 기초통계량

<표 1>은 본 연구의 분석에 사용된 변수들에 대해서 최소값, 중앙값, 최대값, 평균과 표준편차를 제시한 것이다. 먼저 본 연구에서 숙박업체의 경영성과 대용변수로 사용한 ROA와 ROE는 평균과 중앙값이 매우 작아 대체로 분석기간 동안 저조한 성과를 보인 것으로 나타났다. 특히 ROE의 평균은 적자를 기록하였고 중앙값의 경우에도 .87%로서 0%에 가까운 실적을 보였다. 본 연구의 핵심변수인 자산총계 대비 현금보유수준(Cash) 비율은 중앙값이 .97%이고 평균값이 1.92%로서 비중이 상당히 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 숙박업체의 경우 초기 고정자산에 대한 투자 이후 간헐적으로 투자지출이 필요하지만 일상적인 상황에서는 운전자본을 위해 큰 현금이 필요하지 않기 때문인 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 자산총계 대비 현금보유수준 변수는 최소값부터 최대값 사이에 고르게 분포하고 있으므로 현금보유수준이 경영성과에 미치는 영향을 분석하는 데에는 문제가 없을 것으로 판단된다.

숙박업체의 또 다른 특징은 자산총계 대비 부채총계로 측정한 부채비율(Leverage)의 중앙값과 평균값이 각각 65.42%와 62.31%로서 상당히 높다는 것이다. 이는 자본총계 대비 부채총계로 정의한 부채비율을 계산하면 150%를 상회하는 값이다. 기업의 부채사용으로 인한 금융비용 부담을 고려하면 부채비율이 높을수록 유동성위험에 대한 노출을 축소시키기 위하여 충분한 현금을 보유할 필요가 있다. 더욱이 기업의 수익성마저 저조한 상황에서 부채비율이 높은 기업은 충분한 현금을 보유할 필요가 있다. 이러한 점을 고려할 때 현금보유수준과 경영성과 사이의 관계에 대한 본 연구의 분석결과는 한국의 숙박업체들에게 경영상 중요한 시사점을 제공할 것이다. 배당더미(DivD)는 평균값이 9.35로서 숙박업체의 약 10% 정도만이 주주들에게 배당을 지급하는 것으로 나타났다. 이는 숙박업체들의 수익성이 낮은 데에서 기인하는 것으로 보인다. 매출액 대비 광고선전비 비율(Adv)은 중앙값과 평균값이 각각 .15%와 .53%로서 상당히 낮은 수준을 보이고 있다. 이는 대체로 숙박업체들이 광고선전비 지출이 많지 않음을 의미한다. 기업규모(Size)의 중앙값은 약 24.29(350억원)로서 유형자산 투자가 많은 숙박업체의 특징을 보여주고 있다. 국내 숙박업체의 연령(Age) 변수의 중앙값은 2.83(약 17년)인 것으로 나타났다. 끝으로 서울지역더미(LocationS)는 평균값이 약 .472로서 본사 위치가 서울에 위치한 숙박업체 갯수가 전체 표본 중 47.2%를 차지하고 있음을 의미한다. 서울은 국내에서 가장 많은 내외국인 방문객을 자랑하므로 이와 같이 치중된 분포를 보이는 것으로 이해할 수 있다.

<표 1> 기초통계량

변수명	정의	Min	Median	Max	Mean	Standard deviation
ROA	당기순이익/자산총계	-.1516	.0028	.1682	.0017	.0467
ROE	당기순이익/자본총계	-3.4288	.0087	1.1872	-.0669	.5107
Cash	현금성자산/자산총계	.0008	.0097	.0666	.0192	.0215
Leverage	부채총계/자산총계	.0532	.6542	.9951	.6231	.2484
CAPEX	자본적지출/자산총계	-1.7747	-.0259	19.5348	.4520	2.4833
DivD	배당지급 1, 그 외 0을 부여한 더미변수	.0000	.0000	1.0000	.0935	.2912
Adv	광고선전비/매출액	.0000	.0015	.0681	.0053	.0107
Size	자산총계의 로그값	22.8487	24.2854	28.4874	24.6173	1.2837
Age	존속연수+1의 로그값	.6931	2.8332	4.0604	2.7055	.8322
LocationS	본사가 서울에 위치하면 1, 그 외 0을 부여한 더미변수	.0000	.0000	1.0000	.4720	.4993

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

<표 2>는 경영성과의 대용변수인 ROA 및 ROE와 설명변수들 사이의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 표에서 보는 바와 같이 모든 성과지표와 현금보유수준(Cash) 사이에 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주고 있다. 이러한 결과는 상충이론과 자본조달순위이론의 설명력이 높을 수 있음을 시사한다. 다만, 이는 단변량 분석이므로 경영성과에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수들을 통제한 상태에서 현금보유수준이 경영성과에 미치는 순효과를 계산할 필요가 있다. ROA와 부채비율(Leverage), 투자지출(CAPEX), 광고선전비(Adv) 사이에는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이며, ROA와 배당더미(DivD)와 기업연령(Age), 서울지역더미(LocationS) 사이에는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 앞서 논의한 바와 일치하는 것이다. 그리고 ROE와 설명변수들 사이의 상관계수도 ROA의 그것도 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 ROA와 ROE 사이의 상관계수가 .50으로서 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖기 때문이다.

<표 2> 피어슨 상관계수

Variables	*ROA*	*ROE*
ROA	1.0000	.5012*
ROE	.5012*	1.0000
Cash	.2300*	.1333*
Leverage	-.1624*	-.2128*
CAPEX	-.1599*	-.1079*
DivD	.2889*	.0976*
Adv	-.2192*	-.1263*
Size	-.0155	.0372
Age	.1180*	.0673*
LocationS	.0804*	.0448

주: *는 유의수준 1%에서 유의함을 나타냄.

2. 회귀분석

<표 3>은 경영성과를 종속변수로 하고 현금보유수준 및 선행연구를 통해 선택된 변수들을 설명변수로 하는 회귀모형을 OLS로 추정한 결과이다. 이후 회귀모형의 추정 시 분석에 사용된 모든 변수는 극단치가 미치는 영향을 통제하기 위하여 표본의 하위 1% 미만일 경우에 1%에 해당하는 값으로 대체하고 상위 99% 초과일 경우에 99%에 해당하는 값으로 대체하였다(winsorizing). 회귀계수 옆의 괄호 안에는 t-value를 나타내며 이는 Huber-White의 방법으로 보정된 표준오차를 이용하여 계산된 것이다.

먼저, ROA모형의 단순회귀와 다중회귀 모두에서 현금보유수준(Cash)의 회귀계수는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 현금보유수준이 증가할수록 경영성과도 증가하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 예비적동기와 거래적동기에 의한 현금보유가 비용보다는 편익이 더 클 수 있다는 상충이론의 설명력이 크며, 투자자산의 효율성이 높은 기업일수록 현금보유수준이 높을 수 있다는 자금조달순위이론의 설명력이 큰 것을 의미한다. 이는 현금자산 자체는 투자수익률이 0 혹은 0에 가까운 자산이지만 예비적동기 혹은 거래적동기에 의해 충분한 현금 확보는 숙박업체의 경영성과에 긍정적으로 작용할 수 있다는 것을 시사한다. ROE모형의 단순회귀와 다중회귀 모두에서도 현금보유수준(Cash)의 회귀계수는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 존재함을 확인할 수 있다. 주주들의 입장에서 중요한 성과지표에서도 현금보유수준이 높을수록 경영성과도 높다는 것이다.

통제변수들 중 부채비율(Leverage), 투자지출(CAPEX), 광고선전비(Adv), 기업규모(Size)의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보인 반면, 배당더미(DivD)는 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이러한 회귀계수의 방향성과 유의성은 사전에 논의한 바와 일치되는 결과이다. ROE모형에서도 통제변수의 회귀계수의 부호는 질적으로 차이가 없는 것으로 나타났다. 다만, ROE모형에서는 부채비율, 투자지출, 광고선전비 변수의 회귀계수만이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 사전에 예측한 바와 같이 통제변수들의 회귀계수가 나타난 것으로 미루어 본 연구에서 설정한 회귀모형이 연구목적을 달성하는 데 있어 적합한 것으로 판단된다.

우리는 통제변수들 중 부채비율의 회귀계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이는 것에 주목할 필요가 있다. 기업의 부채비율이 높을수록 유동성위험이 커지므로 현금자산의 효용가치도 높아지게 된다. 그러나 투자 대비 이익으로 측정하는 경영성과 측면에서 보면 부채비율이 높은 기업의 현금자산이 많으면 경영성과가 오히려 하락할 수 있다. 왜냐하면 자기자본이 고정되었다고 가정할 때 부채의 증가는 자산의 증가로 이어지기 때문에 투자수익률이 0에 가까운 현금자산을 많이 보유한 기업은 그렇지 않은 기업과 투자수익률이 동일하다면 상대적으로 경영성과 지표가 낮아질 수 있기 때문이다. 일반적으로 기업이 부채를 많이 사용할수록 투자로부터 창출한 이익 중 부채사용에 대한 댓가를 지급한 나머지는 모두 주주들에게 귀속되므로 주주들은 부채를 보다 적극적으로 사용하는 것을 선호한다. 설령 부채사용 기업이 파산할지라도 주주는 자신이 소유한 지분에 대해서만 유한책임을 지면된다. 그런데 비상장 숙박업체는 집중된 소유구조이므로 부채사용으로 인하여 경제적 실패를 맞이하게 되면 대주주는 막대한 손실을 입을 수밖에 없다. 따라서 부채비율이 증가할수록 경영성과가 저조하다는 회귀분석 결과는 숙박업체의 경영자와 지배주주에게 경영관리 측면에서 시사하는 바가 크다고 하겠다.

<표 3> Pooled OLS 추정결과

설명변수	종속변수=ROA		종속변수=ROE	
Constants	-.0079(-6.58)***	.0592(3.09)***	-.1161(-7.86)***	.2373(1.16)
Cash	.5111(9.04)***	.3760(7.26)***	2.9474(6.85)***	1.8519(4.49)***
Leverage		-.0094(-1.99)**		-.3663(-6.29)***
CAPEX		-.0020(-3.37)***		-.0067(-1.92)*
DivD		.0363(11.86)***		.0297(1.63)
Adv		-.6311(-5.45)***		-4.6793(-3.53)***
Size		-.0026(-3.85)***		-.0053(-.72)
Age		.0001(.05)		-.0206(-1.46)
LocationS		-.0009(-.44)		.0021(.10)
Year fixed effect	No	Yes	NO	Yes
Adj. R^2	.0551	.1844	.0167	.0639
Number of firms	233	233	233	233
Observations	2,307	2,307	2,307	2,307

주: 통계적 유의성은 Huber-White의 표준오차를 이용하여 산출하였음; 괄호 안의 값은 t-통계량을 나타냄; ***, **, *은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

기술통계량에서 살펴본 바와 같이 국내 비상장 숙박업체들의 매출액 대비 광고선전비 비율은 1%에도 미치지 못하는 매우 미미한 수준이다. 그럼에도 불구하고 숙박업체들의 광고선전비와 경영성과 사이에 통계적으로 유의한 상관관계가 있다는 것은 숙박업체들의 경우에도 광고비지출이 경영성과에 영향을 미치는 중요한 변수가 될 수 있음을 의미한다. 따라서 숙박업체들의 경우에도 광고선전비 단위당 매출액 수준을 높일 수 있도록 광고매체의 선택과 활용에 보다 전략적으로 접근할 필요가 있다.

기업규모의 회귀계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보인 것은 숙박업체들이 규모의 경제 혹은 범위의 경제와 관련된 긍정적 효과를 누리지 못하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 오히려 숙박업체들이 보유한 전체 자산을 효율적으로 이용하지 못하고 있음을 의미한다. 숙박업체는 초기에 객실 부문, 식음료사업 부문, 기타 부대시설 등 다양한 부문에 걸쳐 투자가 이루어지는데 자칫 특정 사업부문에서 저조한 실적을 보이게 되면 자산이용의 효율성이 낮은 상태를 지속할 수 있다. 예를 들어, 객실부문의 영업실적이 저조한 반면 식음료사업 등에서는 두각을 나타낸 업체가 있다면, 이 업체는 식음료사업에서 아무리 뛰어난 실적으로 기록하더라도 전체 경영성과가 저조할 가능성이 높다. 따라서 숙박업체는 투자규모에 신중한 의사결정이 필요할 것이다.

기업연령의 회귀계수는 ROA모형에서 양(+)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않으며 ROE모형에서는 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 숙박업체의 연령과 경영성과 사이에는 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않음을 의미한다. 일반적으로 연령이 높은 숙박업체일수록 고객들에게 널리 알려져 있어 충성도 높은 고객을 보유하고 있으며, 브랜드가치가 높고, 경영상 노하우 등 많은 무형자산을 보유할 가능성이 높기 때문에 연령이 젊은 신생업체에 비해 경영성과가 보다 양호할 것으로

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

예상할 수 있다. 이러한 논리는 기업의 라이프사이클과 일맥상통한다. 그러나 현실적으로는 연령이 젊다고 해서 반드시 경영성과가 상대적으로 저조한 것만은 아닐 수 있고 연령이 많다고 해서 반드시 경영성과가 우수하다고 단정짓기 어렵다는 것이다.

다음으로 <표 4>는 식(2)의 고정효과모형과 식(3)의 동태적패널모형을 system GMM으로 추정한 결과이다. 우선 식(2)의 패널회귀모형을 추정함에 있어서 고정효과모형과 확률효과모형 중 적합한 모형을 선택하기 위하여 하우즈만검정(Hausman test)을 실시하였다. 하우즈만검정은 설명변수와 개별기업의 미관찰 특성(v_i) 사이에 상관관계가 존재하는가를 검증하는 방법이다. 즉, $Cov(X,\ v_i)=0$이라는 귀무가설을 검증한다. 만약 검정통계량이 통계적으로 유의하지 못하여 귀무가설을 기각하지 못하면 확률효과모형을 선택하고 통계적으로 유의하여 귀무가설을 기각하면 고정효과모형을 선택하는 것이 바람직하다. 본 연구는 하우즈만검정을 실시한 결과 통계적으로 유의한 수준에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 따라서 <표 4>에는 고정효과모형으로 추정한 결과만을 제시하고 결과를 해석한다. ROA와 ROE가 종속변수인 모형을 고정효과모형으로 추정한 결과 모두에서 현금보유수준의 회귀계수는 각각 유의수준 1%와 10%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 현금보유수준이 높은 기업일수록 ROA와 ROE로 측정한 경영성과가 높다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 앞서 OLS로 추정한 결과와 같은 것으로서, 현금자산 자체의 수익성은 0에 가깝지만 예비적동기 혹은 거래적동기로 현금자산을 충분히 보유하는 기업의 경영성과가 우수하기 때문에 나타난 결과로 이해할 수 있다. 다만 자본조달순위이론을 바탕으로 논의한 바와 같이 현금자산을 많이 보유한 기업이 우수하기 때문에 나타난 결과일 수 있으므로 분석결과의 해석에 주의할 필요가 있다. 그리고 통제변수들의 회귀계수 또한 OLS로 추정한 결과와 대동소이한 결과를 보여주고 있다.

<표 4> 고정효과 및 연립GMM 추정

설명변수	종속변수=ROA		종속변수=ROE	
	Fixed effects	System GMM	Fixed effects	System GMM
Constants	.3345(3.70)***	.0443(1.15)	.8463(1.14)	.2085(.43)
$ROA(ROE)_{t-1}$		.3662(8.98)***		.2151(3.94)***
Cash	.3844(5.56)***	.3036(3.95)***	1.2425(1.66)*	1.4031(2.70)***
Leverage	-.0504(-5.36)***	.0011(.13)	-.6319(-5.72)***	-.3680(-3.93)***
CAPEX	-.0016(-2.36)**	-.0013(-1.34)	-.0046(-1.14)	-.0135(-2.23)**
DivD	.0338(9.74)***	.0251(4.94)***	.0414(2.30)**	.0321(1.14)
Adv	-.6578(-4.45)***	-.4674(-2.85)***	-3.4298(-2.43)**	-2.4349(-1.83)*
Size	-.0119(-3.18)***	-.0022(-1.43)	-.0116(-.36)	.0017(.09)
Age	.0154(3.27)***	.0005(.24)	.0791(1.51)	-.0433(-2.41)**
LocationS	omitted	-.0039(-.78)	omitted	.0172(.39)
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R^2	.3835		.1983	
Number of firms	233	233	233	233
Observations	2,307	2,018	2,307	2,018
AR(1) test(p-value)		.000		.001
AR(2) test(p-value)		.728		.987
Hansen test(p-value)		1.000		1.000

주: 통계적 유의성은 Huber-White의 표준오차를 이용하여 산출하였음; 괄호 안의 값은 t-통계량을 나타냄; ***, **, *은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

<표 4>의 하단부에는 동태적패널모형의 추정과정에서 도구변수(instrumental variable) 선택의 적절성에 대한 검정통계량을 보여주고 있다. 연립GMM으로 추정한 결과의 신뢰성은 도구변수의 적절성에 달려있기 때문에 이에 대한 검정이 필수적이다. 본 연구는 차분방정식의 도구변수는 수준변수의 2시차부터 16시차까지의 값을 사용하고 수준방정식의 도구변수는 차분변수의 1시차값을 사용한다. Hansen test는 도구변수들과 오차항과의 공분산이 0이라는 적률조건을 검정한 과도식별제약

(overidentifying restrictions) 테스트이다. 만약 이 값이 귀무가설을 기각하지 못하면 사용한 도구변수가 적절한 것으로 판단한다. ROA모형 및 ROE모형 모두에서 Hansen test의 p-value가 1로서 귀무가설을 기각하지 못하므로 본 연구에서 사용한 도구변수가 적절한 것으로 판단할 수 있다. 또한 도구변수가 적절한가를 판단하기 위해서는 잔차차분($\triangle\epsilon_{it}$)에 자기상관이 존재하는가를 검정할 필요가 있다. 잔차차분에 자기상관이 존재하지 않는다는 것은 모든 시차설명변수가 도구변수로 이용될 수 있음을 의미한다. 본래 모형의 오차항에 자기상관이 존재하지 않는다면 잔차차분에 1계 자기상관이 존재하고 2계 자기상관은 존재하지 않아야 된다. 잔차차분의 1계 자기상관이 0이라는 귀무가설에 대한 검정통계량인 AR(1)은 유의수준 1%에서 귀무가설을 기각하고 있다. 또한 잔차차분의 2계 자기상관이 0이라는 귀무가설에 대한 검정통계량인 AR(2)는 귀무가설을 기각하지 않는 것으로 나타났다. 이는 오차항이 상호 독립적이며 종속변수의 과거값을 도구변수로 이용하는 것이 적절함을 나타낸다. 종속변수의 시차변수를 설명변수에 추가한 동태적패널회귀모형을 연립GMM으로 추정한 ROA모형에서 종속변수의 시차값의 회귀계수는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하여 기업의 경영성과에 자기상관 특성이 존재함을 알 수 있다. 특히, 종속변수의 자기상관을 고려한 상태에서도 본 연구의 핵심변수인 현금보유수준의 회귀계수는 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 연립GMM으로 추정한 ROE모형에서도 ROA모형과 동일한 결과를 확인할 수 있다. 이와 같은 본 연구의 결과는 국내 5성급호텔을 분석대상으로 한 구원일(2020)의 분석결과와 동일한 것으로서 대형 호텔뿐만 아니라 중소형 숙박업체에서도 현금보유와 경영성과 사이에 양(+)의 상관성이 있음을 의미한다.

V. 결 론

본 연구는 현금보유수준과 경영성과 사이의 상관관계에 관한 가설을 제시하고 국내 비상장 외감법인에 해당하는 숙박업체를 대상으로 하여 실증 분석하였다. 본 연구는 수익성과 관련된 현금자산의 고유 특성과 현금보유동기에 관한 이론을 기반으로 두 가지 경쟁가설을 제안하였다. 먼저 본 연구자는 현금자산의 투자수익률이 0 혹은 0에 가깝다는 점을 고려하여 현금보유수준과 경영성과 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 것이라는 가설을 제안하였다. 이러한 가설은 수익성과 관련된 현금자산의 고유 특성을 반영한 것이다. 다음으로 본 연구자는 현금보유동기와 관련된 상충이론의 예비적동기와 거래적동기에 기반하여 현금보유수준과 경영성과 사이에 양(+)의 상관관계가 존재할 것이라는 가설을 제안하였다.

가설검정을 위하여 본 연구는 경영성과 지표로서 ROA과 ROE을 종속변수로 하고 자산총계 대비 현금자산의 비율을 설명변수로 하는 회귀모형을 설정하였다. OLS로 회귀모형을 추정한 결과는 현금보유수준과 경영성과 사이에 양의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상충이론의 설명력이 높음을 의미한다. 또한 경영성과가 오히려 현금보유수준에 영향을 미치게 되는 연립방정식편의에 따른 내생성 문제를 해결하여 일치추정량 및 불편추정량을 얻을 수 있는 추정방법으로서 고정효과와 연립GMM을 이용하였다. 이들 추정방법을 이용할 경우에도 현금보유수준과 경영성과 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 고정효과와 연립GMM이 내생성문제를 완벽하게 해결해준다고는 할 수 없다는 한계점은 여전히 남는다. 따라서 분석결과에 대한 해석에 있어서 이러한 점을 고려할 필요가 있다.

이러한 본 연구의 실증분석결과는 숙박업체의 경영과 관련하여 의미 있는 정보로 활용될 수 있을 것이다. 우선, 숙박업체는 거래적동기 혹은 예비적동기로 현금을 보유할 때 수익성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있도록 현금관리를 전략적으로 접근할 필요가 있다. 일반적으로 숙박업체는 초기에 객실건축과 같은 비유동자산 투자 이후 간헐적으로 인테리어 비용이 소요되는 것 외에는 영업활동과 관련된 현금흐름이 많은 부분을 차지한다. 따라서 숙박업체는 현금보유를 통하여 거래와 예비적 용도의 장점을 살리면서 동시에 현금유출은 지연시키고 현금유입은 단축시키는 가운데 단기간이라도 잉여현금이 발생하면 유동성과 시장성이 높은 유가증권으로 전환하여 수익성을 제고함으로써 현금보유비용을 최소화하는 방법을 적극 활용할 필요가 있다. 특히 예비적동기와 거래적동기에 의해 보유하는 현금이 많은 숙박업체일수록 여유자금의 단기운용전략을 구체적으로 마련할 필요가 있다. 또한 현금보유비용을 최소화하기 위해서는 최적수준의 현금을 보유하는 것이 바람직하며, 이를 위해서는 현금흐름의 정확한 예측시스템을 마련할 필요가 있다.

더불어 본 연구의 회귀모형에서 통제변수로 포함된 변수들과 경영성과 사이의 관계로부터 우리는 경영전략 수립과 관련한 중요한 아이디어를 얻을 수 있다. 첫째, 숙박업체들은 자사의 영업전략에 부합되는 광고전략을 수립할 필요가 있다. 국내 숙박업체들의 광고선전비 지출은 매우 작은 수준이지만 광고선전비의 지출과 경영성과 사이에 밀접한 관련이 있는 것으로 나타났다.

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies

이는 투자지출 대비 효과성을 고려할 때 상당히 중요한 부분이라 할 수 있다. 따라서 숙박업체들은 전통적인 매체를 통한 광고뿐만 아니라 디지털 매체를 통한 마케팅 등 보다 효과적인 광고전략의 수립 및 활용이 바람직하다. 둘째, 숙박업체들은 자산이용의 효율성 제고를 위해 유휴자산 혹은 저성과 자산의 활용방안을 마련하거나 여의치 않을 경우에는 매각방안을 마련할 필요가 있다. 본 연구의 회귀분석 결과는 기업규모와 경영성과 사이에 음의 상관관계가 존재하는데, 이는 국내 숙박업체들에서 규모의 불경제(diseconomies of scale) 혹은 범위의 불경제(diseconomies of scope) 현상이 나타나고 있음을 의미한다. 이로 미루어, 근본적으로 숙박업종 자체가 규모의 경제 혹은 범위의 경제가 불가능한 산업이 아니라면, 현재 숙박업체들의 자산이용의 효율성을 제고할 수 있는 방안의 마련이 절실한 상황이라고 볼 수 있다. 셋째, 존속연수가 오래된 숙박업체들 중 경영성과가 저조한 기업의 경우에는 기존의 관행에서 벗어나 수익성 제고를 위한 전략을 마련할 필요가 있다. 본 연구의 회귀분석결과는 연령과 경영성과 사이에 뚜렷한 양의 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 존속연수가 오래된 숙박업체들 중에서도 다수가 저조한 성과를 보이고 있음을 의미한다. 일반적으로 숙박업은 진입장벽이 비교적 높지 않은 산업에 해당하므로 신규업체가 난립하여 시장 경쟁도가 심화될 수 있다. 이와 같이 숙박산업에서 기업들 간 과당경쟁이 발생하면 기업들의 이익이 줄어들 수밖에 없는 악순환에 빠질 수 있다. 따라서 존속연수가 오래된 기업일지라도 자사만의 강점을 진입장벽으로 만들어 수익성 제고를 도모할 필요가 있다.

본 연구는 국내 비상장 숙박업체의 현금보유전략이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 회귀모형에서 모수 추정에 있어 내생성 문제를 제거하기 위하여 고정효과모형과 동태적패널모형을 연립GMM으로 추정하였다. 그럼에도 불구하고 기업의 현금보유와 관련하여 본 연구가 미처 다루지 못한 점이 존재하므로 후속 연구에서는 이를 보완한 분석이 이루어지기를 기대한다. 예를 들어, 본 연구는 예비적 동기로 현금보유를 확대할 경우에 경영성과에 긍정적 영향을 미칠 것으로 가설을 설정하였으나 이를 직접적으로 검정할 변수를 모형에 포함하지는 못했다. 기업의 위험(risk)을 나타내는 변수와 현금보유수준의 교호항(interaction term)을 모형에 포함하여 예비적 동기로 현금보유를 확대했을 때 경영성과에 미치는 영향을 포착할 수 있을 것이다. 그러나 기업의 위험이 높을수록 불확실성에 대비하여 현금보유수준을 높일 가능성은 크지만 반드시 예비적 동기로 현금을 보유한다고 가정하기 어려울 수 있다. 또한 기업이 처한 위험의 종류가 매우 다양하므로 어떤 종류의 위험을 예비적 동기의 현금보유에 대한 대용변수로 사용할 것인가도 명확하지 않다. 따라서 후속 연구에서는 예비적 동기에 의한 현금보유를 반영할 수 있는 적절한 대용변수를 모형에 포함한 분석이 이루어지기를 기대한다. 또한 본 연구는 재무제표 데이터를 이용한 분석이므로 실제 숙박업체의 목소리를 반영한 것은 아니다. 따라서 실제 숙박업체들로부터 설문조사를 통하여 현금보유의 동기, 현금보유의 구체적인 효과, 현금관리전략 등과 경영성과의 관계를 분석하는 방법도 효과적일 수 있다. 특히, 본 연구에서 사용한 ROA가 현금흐름 유형에 따른 수익성을 구분하지 못한다는 비판이 있으므로, 후속 연구에서는 수정된 ROA 또는 EVA(경제적 부가가치) 등을 이용할 필요가 있다. 또한 기업의 목표는 궁극적으로 기업가치 극대화에 있으므로 재무제표 항목을 이용한 성과변수보다는 시장가치인 Tobin's Q와 같이 기업가치 변수와의 관계에 대한 분석도 이루어지기를 기대한다.

참 고 문 헌

구원일(2020). 국내 5성급 호텔기업의 현금보유비율과 경영성과에 관한 연구. *관광경영연구*, 24(5), 77-94.

김병모(2008). 지속적인 현금보유와 영업성과, *재무관리연구*, 25(2). 137-164.

김수정(2007). 호텔기업의 경영 효율성 분석에 관한 연구. *호텔경영학연구*, 16(2), 51-64.

김수정 · 유희경(2011). 호텔기업의 특성별 재무적 요인이 현금보유비율에 미치는 영향에 관한 연구. *호텔관광연구*, 13(1), 222-233.

김희정 · 천성용(2011). 국내특급호텔의 재무비율과 경영성과 관계에 관한 연구. *호텔관광연구*, 13(3), 137-150.

박도현 · 빈기범 · 장호규(2015). 중소기업의 현금보유와 경영성과에 관한 실증분석. *기업가정신과 벤처연구*, 18(3), 87-99.

서창석 · 백유정(2003). 호텔기업의 경영성과와 비재무적 동인의 관계. *호텔관광연구*, 5(1), 55-78.

이정엽(2016). 현금 보유수준이 미래의 경영성과에 미치는 영향. *기업경영연구*, 23(6), 91-112.

이창기 · 김홍범(1996). 호텔 전략경영 및 경영성과에 관한 실증적 연구. *호텔경영학연구*, 5(1), 169-194.

정재덕(2001). 호텔산업의 경영성과 결정요인에 관한 연구. *호텔경영학연구*, 10(1), 11-29.

최규완 · 윤지환 · 박은정(2008). 관광호텔의 수익성 분석. *호텔경영학연구*, 17(3), 23-37.

최영목(2019). 숙박업과 음식점업의 현금보유수준 결정요인. *호텔경영학연구*, 28(1), 169-184.

Alnori, F.(2020). Cash holdings: do they boost or hurt firms' performance? evidence from listed non-financial firms in Saudi

Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(5), 919-934.

Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J.(2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(1), 26-35.

Blundell, R., & Bond, S.(1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.

Glen, J., Lee, K., & Singh, A.(2001), Persistence of profitability and competition in emerging markets. *Economics Letters*, 72(2), 247-253.

Jensen, M. C.(1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Myers, S., & Majluf, N.(1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R.(1999), The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.

Rocca, M. L., Stagliano, R., Rocca, T. L., Cariola, A., & Skatova, R.(2019). Cash holdings and SME performance in Europe: the role of firm-specific and macroeconomic moderators. *Small Business Economics*, 53(4), 1051-1078.

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M.(2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.

ⓒ 2021 Journal of Hospitality & Tourism Studies